

2024年04月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

胰岛素销量强劲增长 出海和创新稳步推进

—通化东宝公司事件点评报告

买入(首次)

事件

分析师：胡博新 S1050522120002

hubx@cfsc.com.cn

分析师：吴景欢 S1050523070004

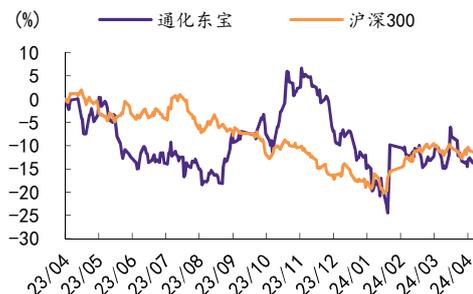
wujh2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-04-22

当前股价(元)	10.31
总市值(亿元)	206
总股本(百万股)	1994
流通股本(百万股)	1992
52周价格范围(元)	8.78-12.39
日均成交额(百万元)	225.23

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

通化东宝药业股份发布 2023 年年报：2023 年实现营收 30.75 亿元，同比增长 10.69%；实现归母净利润 11.68 亿元，同比下降 26.17%；扣非归母净利润 11.68 亿元，同比增长 38.88%；经营活动现金流 8.62 亿元，同比下降 0.18%。

投资要点

■ 胰岛素销量增加促进营收强劲增长，2022 年净利润高基数影响 2023 年表现

2023 年公司实现营收 30.75 亿元，同比增长 10.69%；实现归母净利润 11.68 亿元，同比下降 26.17%。营收增长主要系胰岛素产品销量增长，同时与香港健友合作获得技术服务收入所致。净利润和扣非净利润降低主要系 2022 年公司出售厦门特宝生物部分股份，投资收益增加，2022 年同期净利润大幅提升，导致 2023 年归母净利润相比 2022 年高基数同比减少。

2023 年，公司糖尿病治疗领域实现营收 25.60 亿元，同比增长 12.52%。其中，胰岛素市场份额持续攀升，全系列产品销量同比增长 12.84%，三代胰岛素类似物销量增长超 60%，大幅抵消集采降价带来的影响，推动营收同比强劲增长。根据医药魔方销售量数据，2023 年公司人胰岛素市场份额超 40%，稳居行业第一；公司甘精胰岛素市场份额近 10%；门冬胰岛素系列正处于快速放量过程中。2023 年，公司 GLP-1RA 利拉鲁肽注射液与口服降糖药恩格列净片成功获批上市，有望助力公司业绩持续增长。

■ 全面推进产品出海战略，布局海外市场，打造公司第二增长曲线

国际化方面，公司稳步推进胰岛素类似物的海外注册工作。2023 年，公司人胰岛素注射液上市许可申请已获得欧洲药品管理局正式受理，并与健友股份签订了关于甘精、门冬、赖脯三种胰岛素注射液战略合作协议，共同进军美国胰岛素市场。此外，公司与科兴制药合作，加速推动利拉鲁肽注射液在海外 17 个新兴市场利拉鲁肽的注册和申报进程。

■ 聚焦内分泌代谢，不断拓宽治疗领域潜力

2023 年公司研发投入合计 4.20 亿元，占营收比例 13.67%。糖尿病方面，GLP-1/GIP 双受体激动剂等 3 款一类新药均处于 I 期临床，胰岛素类似物赖脯胰岛素注射液 25R 完成 III 期临床，超速效赖脯胰岛素注射液 THDB0206 正在进行 III 期临床；痛风/高尿酸血症方面，一类新药 THDBH130 片完成关键 II a 期临床，THDBH150/THDBH151 片 I 期临床试验完成总结报告。

■ 盈利预测

推荐逻辑：（1）胰岛素集采国家专项执行后，公司主营产品胰岛素的市场份额持续提升，三代胰岛素类似物增速强劲，新产品陆续上市贡献增量；（2）胰岛素出海孕育新动力，研发创新稳步推进，不断提升公司成长的空间。我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 34.32、38.33、43.52 亿元，归母净利润分别为 12.84、14.21、16.07 亿元，EPS 分别为 0.64、0.71、0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 16.0、14.5、12.8 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

销售放量不及预期、集采等医药行业政策影响、行业竞争加剧、新药研发不及预期、国际业务进展不及预期等风险

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,075	3,432	3,833	4,352
增长率（%）	10.7%	11.6%	11.7%	13.6%
归母净利润（百万元）	1,168	1,284	1,421	1,607
增长率（%）	-26.2%	9.9%	10.7%	13.1%
摊薄每股收益（元）	0.59	0.64	0.71	0.81
ROE（%）	16.2%	16.1%	16.2%	16.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,104	1,052	1,320	1,689
应收款	803	1,128	1,260	1,431
存货	705	837	922	983
其他流动资产	204	227	247	273
流动资产合计	2,816	3,244	3,750	4,375
非流动资产:				
金融类资产	56	56	56	56
固定资产	1,351	1,416	1,474	1,527
在建工程	1,319	1,519	1,719	1,919
无形资产	670	737	803	866
长期股权投资	399	399	399	399
其他非流动资产	1,215	1,215	1,215	1,215
非流动资产合计	4,955	5,286	5,611	5,927
资产总计	7,771	8,531	9,361	10,302
流动负债:				
短期借款	150	150	150	150
应付账款、票据	116	138	152	170
其他流动负债	245	245	245	245
流动负债合计	520	543	558	578
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	555	578	593	613
所有者权益				
股本	1,994	1,994	1,994	1,994
股东权益	7,216	7,953	8,768	9,690
负债和所有者权益	7,771	8,531	9,361	10,302

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1168	1284	1421	1607
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	186	169	178	188
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	-493	-457	-222	-237
经营活动现金净流量	862	996	1378	1558
投资活动现金净流量	-322	-265	-258	-253
筹资活动现金净流量	-592	-547	-606	-685
现金流量净额	-52	184	513	620

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,075	3,432	3,833	4,352
营业成本	613	711	784	877
营业税金及附加	14	16	17	20
销售费用	913	995	1,131	1,297
管理费用	134	150	168	190
财务费用	-6	5	5	5
研发费用	105	117	131	149
费用合计	1,147	1,267	1,434	1,640
资产减值损失	-15	-15	-15	-15
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	92	92	92	92
营业利润	1,365	1,501	1,661	1,878
加:营业外收入	6	6	6	6
减:营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1,366	1,502	1,662	1,879
所得税费用	198	218	241	272
净利润	1,168	1,284	1,421	1,607
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,168	1,284	1,421	1,607

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	10.7%	11.6%	11.7%	13.6%
归母净利润增长率	-26.2%	9.9%	10.7%	13.1%
盈利能力				
毛利率	80.1%	79.3%	79.5%	79.9%
四项费用/营收	37.3%	36.9%	37.4%	37.7%
净利率	38.0%	37.4%	37.1%	36.9%
ROE	16.2%	16.1%	16.2%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	7.1%	6.8%	6.3%	5.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.8	3.0	3.0	3.0
存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
每股数据(元/股)				
EPS	0.59	0.64	0.71	0.81
P/E	17.6	16.0	14.5	12.8
P/S	6.7	6.0	5.4	4.7
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。